

Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

15 avril 2019

AUTEUR



Michael Hood
Stratégiste
Multi-Asset Solutions

SYNTHÈSE

- Le ton plus conciliant adopté cette année par la Réserve fédérale (Fed) se répercute dans les politiques monétaires des autres grandes banques centrales.
- S'agissant de la Banque centrale européenne et de la Banque du Japon, cette attitude plus souple se manifeste principalement par un report dans le temps du resserrement monétaire envisagé, tandis que les autres banques centrales des marchés développés ont une marge de manœuvre plus importante si elles le souhaitent.
- Sur les marchés émergents, le cycle antérieur de resserrement des politiques monétaires est en train de laisser la place à des baisses de taux, qui restent néanmoins modestes.
- La pause de la Fed devrait se prolonger jusqu'à la fin de l'année ; bien que nous observions des risques dans les deux sens concernant cette prévision, il est probable que l'inertie prévaudra.
- Le ton conciliant des banques centrales nous incite à rester neutres sur la durée malgré la nette remontée des rendements obligataires souverains ; nous observons par ailleurs un environnement relativement favorable, même s'il n'a rien d'exceptionnel, pour les actifs risqués, qui favorise notamment le crédit et s'accompagne de pressions baissières sur le dollar américain.

L'ATTITUDE CONCILIANTE DE LA FED SE PROPAGE DANS LE MONDE

Le ton plus conciliant adopté en début d'année par la Réserve fédérale se répercute dans le monde entier, comme le reflète non seulement la performance des marchés financiers, mais également la politique monétaire des autres banques centrales. Ce qui apparaissait, à la même époque de 2018, comme un cycle mondial de resserrement monétaire (certes peu rapide et à plusieurs vitesses), semble aujourd'hui s'être transformé en immobilisme avec un léger penchant vers l'assouplissement. Nous nous attendons à ce que cette situation perdure au moins pendant quelques mois, sans pour autant prévoir de réductions de taux significatives. Ces prévisions de politique monétaire modérée expliquent en partie notre position neutre envers la durée, malgré la récente remontée des rendements obligataires souverains.

Concernant plus spécifiquement la Fed, notre scénario de base est celui d'une absence d'action concernant les taux d'intérêt sur l'année à venir. La communication récente du *Federal Open Market Committee* (FOMC) montre que le comité considère quasi-unaniment que la politique monétaire actuelle est globalement neutre, à juste titre, et souligne l'importance que les chiffres d'inflation auront sur ses décisions futures. Après s'être raffermis, ces chiffres se sont tassés ces deux derniers mois. Avec une inflation sous-jacente légèrement inférieure à 2 % (indice « *core PCE* », qui est celui visé par la Fed), le risque d'une forte poussée en 2019 apparaît limité (une forte poussée serait pour nous un taux d'inflation égal ou supérieur à 2,3 %). Un recul de l'inflation à 1,5 % ou moins, qui pourrait déclencher des discussions sur d'éventuelles *baisses* de taux au sein du FOMC, semble même plus plausible sur cette période en l'absence de changement majeur dans la dynamique sous-jacente de l'inflation des prix. Il faut admettre que la trajectoire à court terme de l'inflation est par nature difficile à prévoir.

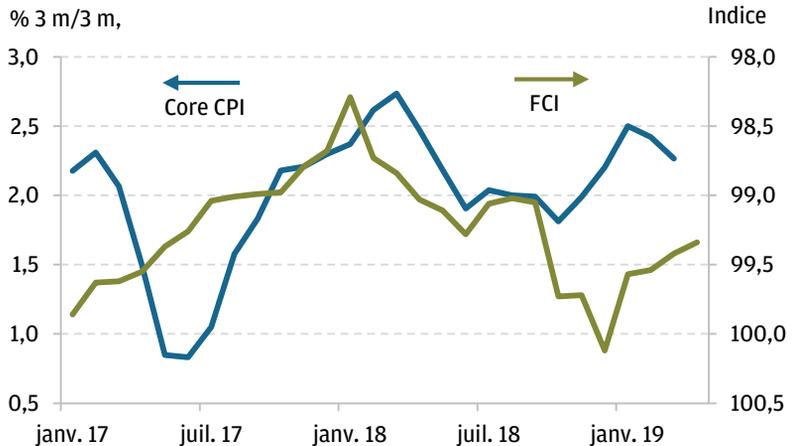
Le consensus du FOMC risque-t-il de s’effilocheur ?

Les conditions financières représentent une autre incertitude majeure quant aux perspectives monétaires de la Fed. La forte baisse des marchés d’actifs de fin 2018, associée au ralentissement de la croissance observé à cette époque, a probablement aidé à créer une alliance conciliante entre les membres du FOMC inquiets des risques baissiers pesant sur l’économie et ceux tentés de remettre en cause le cadre dominant de politique monétaire pour autoriser des prévisions d’inflation plus élevées. Mais depuis le T4, les marchés ont quasiment retrouvé leur niveau antérieur et les conditions financières sont revenues à leur niveau d’octobre. Cela pourrait-il remettre en cause le consensus du FOMC ? À notre avis, les partisans d’un suivi de l’inflation auront gain de cause pour le moment, en raison des signes limités de bulle spéculative ou de surchauffe importante dans d’autres secteurs de l’économie. Les partisans d’une approche plus traditionnelle pourraient toutefois se remettre à parler d’une reprise des hausses de taux dans les prochains mois, compte tenu du niveau toujours peu élevé du chômage et de la baisse de la probabilité perçue d’une récession à court terme. Par conséquent, même si nous pensons que les perspectives de taux d’intérêt se caractériseront par une forte inertie dans les prochains mois, il est possible que le marché ait été un peu optimiste dans ses

Les autres grandes banques centrales ont elles aussi adopté un ton plus conciliant au cours des derniers mois. Dans une certaine mesure, elles sont simplement en train de digérer les mêmes informations que celles absorbées par la Fed. Cependant, sachant que la position relative des politiques monétaires influence l’évolution des taux de change, le changement de ton de la Fed constitue une incitation directe à des changements similaires sur d’autres marchés, les responsables de la politique monétaire souhaitant éviter une appréciation indésirable de leur monnaie. S’agissant de la Banque centrale européenne et de la Banque du Japon (BoJ), ce changement consiste essentiellement à repousser dans le temps les prévisions de hausses de taux anticipées par le marché. Elles sont toutes les deux confrontées à une faiblesse persistante des taux d’inflation, sans prévision crédible d’un retour vers l’objectif, y compris à moyen terme. Dans le même temps, leur panoplie d’intervention apparaît plus que limitée à l’heure actuelle, faisant des « indications sur l’orientation future de la politique monétaire » (*forward guidance*) leur principal recours et les contraignant en grande partie à l’inaction. Ce virage conciliant a une conséquence évidente : il empêche pratiquement la BCE ou la BoJ de sortir de leur structure de taux négatifs cette année, une mesure suggérée par certains pour remédier à la faible rentabilité du secteur bancaire. La BCE pourrait ainsi introduire un mécanisme à plusieurs niveaux pour rendre les taux d’intérêt négatifs moins pénalisants pour les banques et améliorer ainsi leur viabilité.

FIGURE 1 : INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HORS ÉNERGIE ET PRODUITS ALIMENTAIRES (Core CPI) ET INDICE DES CONDITIONS FINANCIÈRES (FCI) AUX ÉTATS-UNIS

Les principaux facteurs qui influencent le raisonnement de la Fed ont récemment évolué en sens contraire. Depuis le début de l’année, le FOMC a davantage mis l’accent sur l’inflation constatée, dont les chiffres se sont légèrement tassés ces deux derniers mois après s’être accélérées précédemment. L’inflation est donc repassée un peu en dessous de l’objectif de la Fed. De son côté, le choc financier de fin 2018 avait probablement aussi influencé le raisonnement de la Fed, mais les conditions financières ont retrouvé les niveaux observés avant la chute des marchés.



Source : Haver Analytics, Bloomberg. Données au 10 avril 2019. CPI : *Consumer price index* (indice des prix à la consommation). FCI : *Financial conditions index* (indice des conditions financières). 3m/3m saar: taux de variation d’un trimestre sur l’autre, en % corrigé des variations saisonnières.

Au Canada et en Australie, ce tournant plus conciliant ouvre la voie à un éventail plus large de possibilités. La Banque du Canada s'était engagée dans un cycle de resserrement en parallèle de la Fed, mais son taux directeur est actuellement plus bas (1,75 % contre 2,25 % - 2,50 % aux États-Unis). Encore récemment, sa communication affirmait que le taux directeur local était en dessous de son niveau neutre et qu'il augmenterait encore au fil du temps. Mais sa dernière déclaration semble abandonner cette position. La situation de l'économie canadienne étant à de nombreux égards similaire à celle de son voisin américain, nous pensons que tout retour à une hausse des taux sera probablement lié aux décisions de la Fed. Dans le cas de la Banque de Réserve de l'Australie, la tendance antérieure au resserrement s'est transformée en volonté apparente de baisser les taux, bien qu'il soit un peu plus vraisemblable à notre avis que la BRA se contente de maintenir le statu quo jusqu'à fin 2019, sauf si la faiblesse du secteur du logement s'intensifie fortement.

C'est probablement pour les banques centrales des marchés émergents qu'une période prolongée d'inaction de la Fed a les ramifications les plus profondes. Les difficultés de mi-2018 ont provoqué un cycle de resserrement monétaire bref mais généralisé dans les marchés émergents, les responsables de la politique monétaire s'efforçant de contrecarrer l'affaiblissement des monnaies qui risquait de pousser l'inflation à la hausse et d'engendrer des inquiétudes quant à la stabilité financière de certains pays. Cependant, depuis le quatrième trimestre de l'an dernier, les devises des marchés émergents ont cessé dans leur ensemble de se déprécier et les chiffres d'inflation se sont avérés étonnamment bénins. La remontée des taux s'est par conséquent calmée sur ces marchés, avec un nombre limité de hausses observées depuis le mois de janvier. Un cycle d'assouplissement de grande ampleur semble peu probable : la vague de baisses des prix sur les produits alimentaires qui avait pesé sur les taux d'inflation semble s'être dissipée et quelques banques centrales seulement dans les pays émergents suivent actuellement une politique de resserrement monétaire. Les banques centrales asiatiques pourraient toutefois être en mesure dans les prochains mois d'abaisser légèrement leurs taux.

L'inflation sous-jacente est inférieure à l'objectif dans cinq des sept principales économies émergentes d'Asie et les dirigeants chinois semblent disposés à orienter leur monnaie légèrement plus à la hausse dans le cadre des négociations commerciales avec les États-Unis, une décision qui viendrait probablement soutenir aussi les devises des pays voisins.

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

Suite à la forte hausse des obligations gouvernementales depuis le mois de mars, les rendements des bons du Trésor américain ont fluctué aux alentours de 2,50 %, qui est la borne inférieure de notre fourchette cible. Au vu de l'orientation conciliante des banques centrales, nous ne sommes pas pour autant devenus baissiers sur la durée. Nous sommes au contraire restés neutres, estimant que les valorisations moins favorables sont compensées par des fondamentaux plus favorables. À nos yeux, les principaux risques haussiers sur les rendements sont (1) une augmentation de l'inflation constatée qui amènerait les marchés à anticiper une probabilité plus forte de hausse de taux de la Fed, (2) un effet de ciseau haussier sur les prix de pétrole résultant de perturbations de l'offre dans un contexte de stabilité de la demande, qui pousserait probablement les points morts d'inflation à la hausse. En parallèle, l'attitude plus conciliante des banques centrales associée à notre prévision d'une inflexion à la hausse de la croissance mondiale dans les prochains mois laisse présager (toutes choses étant égales par ailleurs) un climat relativement favorable aux actifs risqués. Le modeste redémarrage de la croissance que nous prévoyons implique cependant un contexte plus propice aux obligations d'entreprises qu'aux actions, surtout si on tient du compte du fait que l'inflation des salaires pourrait peser sur les marges bénéficiaires. Une reprise du cycle industriel mondial alors que l'ensemble des banques centrales sont en pause est annonciatrice d'un risque de baisse du dollar américain. En cas de concrétisation de cette dépréciation, les actions émergentes en seraient les premières bénéficiaires, ce qui explique entre autres pourquoi elles se trouvent quasiment en tête de liste de nos préférences en termes de valeur relative.

L'équipe Stratégie Multi-Asset Solutions

John Bilton

*Responsable de la Stratégie
Londres*

Patrik Schöwitz

*Stratégiste, Éditeur
Londres*

Michael Hood

*Stratégiste
New York*

Thushka Maharaj

*Stratégiste
Londres*

Benjamin Mandel

*Stratégiste
New York*

Sylvia Sheng

*Stratégiste
Hong Kong*

Michael Albrecht

*Stratégiste
New York*

Diego Gilsanz

*Stratégiste
New York*

Tim Lintern

*Stratégiste
Londres*

Pour de plus amples informations, veuillez prendre contact avec votre conseiller J.P. Morgan Asset Management.

Dans le cadre de la réglementation MiFID II, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights sont des outils de communication marketing et ne relèvent pas des obligations de la MiFID II et du MiFIR spécifiquement liées à la recherche en investissement. Par ailleurs, les programmes JPM Market Insights et JPM Portfolio Insights ne constituant pas une recherche indépendante, ils n'ont pas été préparés conformément aux obligations légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement et ne sont soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion de la recherche en investissement.

Il s'agit d'un document de communication fourni à titre purement informatif. Il est à caractère éducatif et n'a pas vocation à être considéré comme un conseil ni comme une recommandation à l'égard d'un produit d'investissement, d'une stratégie, d'une caractéristique de placement ou à toute autre fin dans une quelconque juridiction, ni comme l'engagement de J.P. Morgan Asset Management ou de l'une de ses filiales à participer à l'une des transactions mentionnées. Les exemples cités sont d'ordre générique et hypothétique, et sont fournis à titre d'illustration uniquement. Ce document ne comporte pas d'informations suffisantes pour étayer une décision d'investissement et nous vous conseillons de ne pas le considérer comme base d'évaluation d'un investissement dans des titres ou produits financiers. En outre, il est conseillé aux utilisateurs de procéder à une évaluation indépendante des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, de crédit et comptables et de déterminer, avec l'aide de leur propre conseiller, si les investissements mentionnés dans le présent document sont adaptés à leurs objectifs personnels. Les investisseurs doivent s'assurer de disposer de toutes les informations existantes avant de prendre leur décision. Toute prévision, donnée chiffrée ou technique et stratégie d'investissement évoquée est présentée à titre d'information exclusivement, sur la base de certaines hypothèses et des conditions de marché actuelles. Elles sont soumises à modification sans préavis. Toutes les informations présentées sont considérées comme exactes à la date de rédaction, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et aucune responsabilité n'est assumée en cas d'erreur ou d'omission. Nous attirons votre attention sur le fait que la valeur des placements et le revenu que ces derniers génèrent sont susceptibles de fluctuer en fonction des conditions de marché et des conventions fiscales et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas la totalité des sommes investies. Les performances et les rendements passés ne préjugent pas des résultats actuels et futurs.

J.P. Morgan Asset Management est le nom commercial de la division de gestion d'actifs de JPMorgan Chase & Co et son réseau mondial d'affiliés. Veuillez noter que si vous contactez J.P. Morgan Asset Management par téléphone, vos conversations sont susceptibles d'être enregistrées et contrôlées à des fins juridiques, de sécurité et de formation. Les informations et les données que vous nous communiquerez ponctuellement seront collectées, stockées et traitées par J.P. Morgan Asset Management dans le respect de la Politique de confidentialité www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy.

Ce document est publié par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Grand Duché de Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B27900, capital social EUR 10.000.000. Émis en France par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l. - Succursale de Paris -14 place Vendôme, 75001 Paris - Capital social : 10 000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, n° 492 956 693.

Copyright 2019 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

PI-AA-WEEKLY-041519 | 0903c02a8219f62b